

告别暴利时代 私募机构“收成”承压

在去杠杆、消套利的监管大环境下，昔日长袖善舞的私募股权巨头们，如今纷纷遭遇资本运作的政策掣肘。而随着一二级市场之间价差红利的缩减，以及减持新规下退出周期的拉长，私募股权投资机构的投资业务也面临业绩承压的难题。私募机构普遍认为，严监管的基调下，未来政策的因素仍将会推动行业转型升级、回归本源，一段时间内，伴随着业务调整等，机构的“收成”将持续面临压力。

长袖善舞已成“过去时”

2015年上半年如火如荼的大牛市中，“挂牌新三板一定增融资—收购扩张”是各家PE巨头的常见“玩法”，以这种四两拨千斤的方式，一些PE机构迅速实现了自身金融业务的非常规式扩张。九鼎集团作为典型案例，将这一模式演绎至极致。作为首家挂牌新三板的PE机构，九鼎集团通过定增累计获取了高达122亿元的融资，并迅速进军公募基金、券商、互联网金融、保险等业务领域，构建了“九鼎系”金融版图。2015年5月，九鼎投资出资41.5亿元收购中江集团，间接掌握A股上市公司中江地产（后更名为九鼎投资），并以上市公司支付9.1亿元现金收购昆吾九鼎100%股权，从而将私募股权投资业务注入上市公司。

此后，九鼎投资意图继续施展展展技，于2015年11月抛出120亿元的定增计划，拟以10元/股的价格向北京同创九鼎、拉萨昆吾和中江定增1号非公开发行不超过12亿股，其中同创九鼎及拉萨昆吾认购金额不超过115.6亿元。然而在金融监管力度加强的环境下，九鼎投资的定增方案遭到监管部门质疑。2016年2月，证监会行政许可项目审查反馈意见通知书中表示：采用先现金收购大股东资产，再向大股东发行股份募集资金而未采用发行股份购买资产并募集配套资金的形式完成资产收购及募集资金，是否涉嫌规避监管，资产购买及增资行为，本质上是否已构成私募股权投资业务的借壳上市。

九鼎投资在随后的回复中做出了澄清，不过这一定增方案在2016年9月做出了修改，非公开发行价格由10元/股调整为32.07元/股，募资金额由不超过120亿元调整为不超过15亿元，募资用途由基金份额出资、“小巨人”计划调整为紫金城项目。而在不久前的9月5日，这份几经修改的定增计划也最终被九鼎投资宣告终止。

与此同时，2016年5月27日，股转中心对于私募管理机构的挂牌准入新增八项规定，已挂牌的私募机构亦应当进行自查和整改，后续的股票发行、规范运作、并购重组和信息披露也应符合新的要求。在此背景下，PE机构利用新三板融资的政策环境发生逆转，打破



了私募机构资本运作的循环。

九鼎集团自2015年6月因“筹划重大资产重组和非公开发行股票”以来，至今处于停牌状态。并且，7月九鼎集团因年报内容和美元债发债情况遭股转系统连续问询。8月，九鼎集团作为挂牌新三板的类金融公司，因未在4月底前编制并披露2017年一季报，构成信息披露违规，被股转系统采取了自律监管措施。

市场人士指出，考虑到停牌期间新三板市场屡创新低，复牌之后九鼎集团的股价必然承受着巨大压力。九鼎集团目前已向股转系统申请，将公司股票转让方式由做市转让变更为协议转让。

最近，另一家PE机构——硅谷天堂则因当年的定增价与目前股价的巨大价差，而陷入了与定增投资者的纠纷中。其他诸多PE巨头同样陷入了扩张模式受阻的困境，比如举牌买壳的中科招商，其在2015年年中曾耗资40多亿元举牌16家上市公司。此种投资模式在市场向好之时曾给中科招商带来不菲收益，而在如今IPO提速、壳资源式微的背景下，囤壳养壳的套利模式已成明日黄花。今年年初，中科招商频频发布减持计划，意欲“清仓”多家上市公司。截至目前，中科招商已陆续减持三变科技、丰乐种业、北矿科技等公司，已不再是上述公司的持股5%以上的股东。

退出周期拉长影响收益

抛开资本“杠杆式”的辗转腾挪，即便是传统的私募股权投资业务，PE机构们也面临着来自减持新规等方面的诸多压力，并因此影响到了业务“收成”。

根据减持新规，持有上市公司首次公开发行前股份的股东在减持该等股份时需要遵守“在任意连续90日内，通过集中竞价方式减持的股份不超过上市公司股份总数的1%，通过大宗交易

减持的数量不超过股份总数的2%”的规定。持有的上市公司非公开发行股份的股东在减持该等股份时除上述规定外还需遵守在限售期解禁后12个月内通过集中竞价交易减持该部分股份不得超过非公开发行数量的50%的规定。

九鼎投资此前在2017年中报表示，2017年上半年，私募股权投资管理业务为公司主要收入及利润来源，本期投资管理业务总收入较上年同期减少8.82%，业务及管理费用较上年同期减少15.68%，主要系报告期内在管基金所投项目退出收回金额同比减少，项目管理报酬下降；同时证监会出台“减持新规”后，公司部分在管已上市项目减持退出周期拉长，短期内的减持收回金额减少所致。

另一方面，虽然IPO加速利好PE/VC行业，但一级市场与二级市场价差红利缩小，也给PE/VC机构的盈利能力带来了挑战。2017年以来，在IPO常态化背景下，市场供应整体增加，二级市场估值中枢缓慢下移。由于过去几年，一级市场整体竞争已较为激烈，估值水平被逐渐推高，未来几年一二级市场之间的价差还可能进一步缩小。当前不少机构已经发现很多Pre-IPO项目已面临严重的估值虚高的问题。中国证券报记者了解到，部分Pre-IPO动辄二三十倍的市盈率，特别是在TMT、医疗等行业内的项目，更是有奇货可居、坐地起价，甚至出现一二级市场价格倒挂的情况。泓理资本创始人钱学锋日前表示，在新三板市场，目前投资者有机会做转板投资的绝大部分项目的定增都远远超过IPO的价值，平均估值达25倍、30倍，甚至80倍、90倍。

投资周期拉长，一二级市场价差红利缩小，这样的情况使得夹在中间的投资机构犹如“夹心饼”，短期来看，这样的尴尬局面很难破解。有分析人士认为，再融资新政、减持新规等等代表的

严监管趋势将是市场的常态，机构在投资上将更加注重确保投资安全性的问题，势必会将资金集中投向确定的机会，包括确定性的Pre-IPO项目等，这样优质项目更加“靓女不愁嫁”，卖方市场环境下，机构只能一再压缩自己的收益空间，业务的盈利水平一压再压。

“如果说资本运作‘杠杆收购’等受限是利住了私募机构过猛扩张的势头，那么定增业务、股权投资等当前所遇到的问题，则动摇了不少机构的业务框架，一些机构面临的压力开始变为生存压力。据我所了解的情况是，部分私募机构已经开始大幅调整业务框架和人员组织，对此前风光无限但现在艰难维持的业务部门进行拆解重组，部分公司已开始推行减员计划，并闹出了一些矛盾。”华东一位不愿具名的私募机构管理人士表示。

PE行业洗牌进行时

根据中国证券投资基金业协会最新公布的数据显示，截至8月底，私募基金实缴规模高达10.21万亿元。其中私募股权、创业管理人规模占62%，成为推动私募规模增长的主要力量。

数据还显示，截至8月底，已登记的私募股权、创业投资基金管理人11950家，比去年增加2744家；管理正在运作的基金25407只，比去年增加7475只。

不过，业内人士表示，虽然私募股权基金行业规模处于增长态势中，但是在强力监管下，PE行业正面临洗牌。告别暴利时代的PE行业，需要苦练内功，慧眼挖掘优质标的，为所投项目的战略、经营以及财务决策等提供高质量服务，才能保证投资的回报率，而这无疑也加快了PE机构的优胜劣汰进程。

梳理PE机构上半年的业绩可以发现，其分化的态势明显。特别是之前一些享受A股市场“投资+套利”模式的机构，在当前的监管态势下，此前积极参与、看似旱涝保收的盈利模式，遭遇巨大的挑战。特别是此前一些“击鼓传花”式的项目，面临吸引力下降、资金不看好、投资者不买账等的挑战，项目在转手的过程中越来越不顺畅。私募行业正面临深刻的洗牌转型，特别是一些资源、资质较差、行业拓展能力较弱、风控管控又相对乏力的机构，监管和市场变化带来的压力将对它们产生优胜劣汰的效果。

“行业正在面临‘产能’出清，落后的、不合时宜的、不懂变通的、墨守成规的机构将是需要被出清的‘产能’。一旦行业得以出清，且相关投资项目收益回归正常、项目投资链条更为顺畅，那么到时候一批有市场竞争力的机构将脱颖而出，由此产生行业发展的新动力，我相信这样的结果一定能够实现。”上述私募机构管理人士期许。

据新华网

不一样的金九银十 新一轮楼市调控组合拳密集出击

传统的“金九银十”是房地产销售的最旺时期，但最近一两年的“金九银十”却成为了调控措施密集出台的时期。与去年“十一”假期前后全国多座城市接连限购或升级限购政策类似，全国多座城市近日接连升级楼市调控，“最严限购加上房贷利率上浮”似乎成为新一轮的楼市调控组合拳。

多城“限售”继续发力

自上周五以来，西安、重庆、南昌、南宁、长沙、贵阳和石家庄等城市先后出台楼市调控新政，重点都放在“限售”之上，其中重庆和南昌要求新购住房取得不动产权证满两年后才能上市交易；南宁要求在市区（不含武鸣区）购买第二套及以上住房，须证过两年（即取得不动产权属证书两年）方可转让；长沙要求购房满3年方可交易，贵阳也要求购买新建商品房3年内限制转让；石家庄要求新购住房及二手房5年内不得上市交易。此外，西安还发布了商品房价格调控通知。

中国指数研究院认为，本轮政策特

点整体体现为此前没有出台限购限贷限售政策的城市，或政策力度未及其他城市的城市进行了相应的加码。如石家庄、长沙限购升级。最重要的特点就是多数城市均将限售作为本次政策的核心聚焦点，政策的核心诉求就是抑投机、稳预期、促理性。多城限售继续发力，将使调控力度达到较高的程度，将进一步稳定市场预期，引导市场更快地向理性方向发展。

深圳院房地产研究所所长邓志旺表示，限售是对此前调控政策延续，此前有限购政策，应对目前房地产新形势，加上国庆假期即将到来，提前出台政策调控，避免出现房价过快上涨局面，巩固调控效果。

违规资金加杠杆 助长不合理需求

除了限售，银行收紧房贷额度与提高房贷利率，进一步加速全国多地楼市“降温”。以深圳为例，根据美联物业提供的深圳商业银行贷款利率数据，深圳建行、工行和中行自9月22日起将首

套房贷利率上浮10%；农行则自9月23日起，将首套房贷利率上浮10%。记者在深圳市罗湖区宝安南片区实地走访，多位地产中介向记者表示从今年年初的九折，到5月初的九五折，8月中旬的基准利率，再到目前的最少上浮5%甚至10%，深圳的首套房贷利率经历了4轮波动，审批也比以前严格，许多准备出手买房的购房者也因为银行贷款问题暂时放弃了买房。

美联物业全国研究中心认为，深圳并非国内首个将首套房贷利率上调至1.1倍的城市，相信其他城市将陆续跟进，再加上银行目前在控制消费贷的贷款金额及年限，在9月份稍微回暖的市场交易气氛或将受到打击。

根据易居房地产研究院统计，2017年3月以来，全国短期消费贷款同比走势大幅攀升，新增异常短期消费贷款金额约3700亿元，估计其中至少有3000亿流向楼市。目前，控制过度“加杠杆”，对消费贷款迅速踩刹车已经是大势所趋。最近，深圳等多座城市对消费贷进行严控，除缩短消费贷年限外，还要求

金融机构不得发放无指定用途消费贷款，不得以化整为零方式规避受托支付和用途管控，严禁消费贷流入楼市。

不过，记者以准备购房但首付款不够为由向一些房产中介咨询时，有房产中介向记者介绍了一种“曲线借钱”的方式：可以先通过熟人借钱垫付首付款，再以装修的名义办理消费贷，以此补回首付款的“缺口”。

上海易居房地产研究院研究员王梦雯表示，这些违规资金帮助购房者加杠杆，助长了不合理的需求，一旦出现购房者无力还贷的情况，会导致银行金融系统出现危机。另一方面，资金脱实向虚也会放大经济的系统性风险。

其实，近几个月来全国各地似乎将更多精力放在租赁政策带来的影响之上。相比调控，住房租赁发展的影响相对缓慢，但持久，也有可能带来住房体系的质的改变。深圳房地产中介协会研究总监徐枫认为，租赁市场是一个初始化的阶段，应该说在未来的2到3年内应该会有翻天覆地的变化。

据新华网

环保强风袭来 钢铁化工等行业再遇严拷

采暖季限产等环保强风的袭来，让钢铁、化工、水泥、电解铝等多行业再遭严拷。业内人士认为，年末钢市必将又是一场动荡，价格或继续推高。而水泥错峰生产或将导致2017年产量出现负增长，而化工行业呈现两极分化态势，零散的小化工厂、小制品企业数量极多，将是环保督查的重点，这些企业的淘汰出局，从长期来看对整个行业是利好的。

2015年9月，中共中央和国务院印发《生态文明体制改革总体方案》，“1+N”形式的顶层制度设计开始启动。其后，历次中央深改组会议审议通过了一系列事关生态文明改革的配套政策

文件。而今年以来，《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》等环保相关政策更是密集出台，同时中央环保督查实现31个省区市全覆盖，推动解决了一大批突出环境问题。

在此之下，地方也动起来。钢铁大省河北省提出，保定、廊坊、张家口将打造“无钢市”，张家口基本实现“无钢市”，张家口、廊坊、保定、衡水力争实现“无焦市”。“多项环保政策叠加，钢铁在产企业所剩无几。”金联创金属行业总编易易向《经济参考报》记者介绍。

然而，环保强风仍在后头。根据《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，“2+26”城市工业企业采暖

季要错峰生产。水泥、铸造行业全面错峰生产，除承担民生任务的，采暖季全部错峰生产。而从9月15日起，环保部对秋冬季京津冀及其周边地区展开大气巡查，这次巡查针对的是参与“2+26”城市秋冬季大气污染防治的企业和政府。

易易认为，年末钢市必将又是一场动荡，价格或继续推高。以螺纹钢价格为例，后期仍将有200-300元/吨的上行空间。但需谨慎追涨。

海通证券分析师姜超称，2016年，28个城市产量占全国的1/5，而2017年前7月全国水泥产量同比仅增长0.3%，因而错峰生产或将导致2017年

产量出现负增长。

从化工行业来看，金联创能源与化工行业总编王贞贵介绍说，目前我国化工企业呈现两极分化态势。主要的大宗化工品生产集中在三桶油和地炼等大型民企手中，这部分企业配套环保措施普遍比较完善，由于对地方经济影响大，社会影响大，环保督查影响有限。另一方面是零散的小化工厂和小制品企业数量极多，长期缺乏监管，这一部分企业将是环保督查的重点。环保督查对化工企业长期是积极向好的，政策门槛可以将一部分比较低效的小企业淘汰出局。

据《经济参考报》

地方热情高涨 环保PPP项目 开启千亿市场空间

记者从业内获悉，当前在环保日益引发重视和政策助推之下，地方推进环保政府和社会资本合作(PPP)项目热情高涨，无论是项目数量还是金额都呈现较快增长，预计有望开启千亿市场空间。

财政部PPP中心数据显示，截至2017年6月末，全国入库项目有13554个，总投资额达16.4万亿元，覆盖全国31个省(自治区、直辖市)及新疆兵团，19个行业领域。自2016年1月末至2017年6月末，全国PPP综合信息平台项目库均增长项目386个、投资额4842亿元，PPP项目需求还在持续加大。

多方数据显示，环保项目正成为PPP的热点。目前，财政部第四批PPP示范项目正在评审过程中，在去年9月发布的第三批示范项目中，业内有机统计，环保相关的示范项目分布于市政工程、生态建设和环境保护和能源行业中，数量达到216个，超过第三批示范项目总数的40%，投资规模已经超过2500亿元，占总量比例超过20%。这一投资规模相比第二批示范项目的1500亿元有明显提升。

环保PPP项目数量出现大幅增长，很大程度上得益于地方政府的大力推动。以贵州为例，《贵州省推广政府和社会资本合作(PPP)三年行动计划(2017年—2019年)》日前印发实施，此次发布的行动计划在“6+1”传统基础设施和社会公共服务领域，筛选出1000个前期工作充分、具有示范性、引领性的PPP项目进行重点推进。此前，贵州省2016年还批准设立首只产业投资基金——贵州PPP产业投资基金，总规模为20亿元。基金定位投资贵州省内环保、水务、水利、智慧城市等行业。

除了设立PPP基金外，一些地方也在积极推进专项基金作为PPP的奖补资金。包括贵州、山东、四川、新疆、北京等多省市在内，都已出台相应的PPP奖补政策。

政策层面，近日出台的系列政策均利好环保PPP项目的发展。国办印发

《关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》，明确提出鼓励民间资本参与PPP项目，促进基础设施和公用事业建设。加大基础设施和公用事业领域开放力度，禁止排斥、限制或歧视民间资本的行为，为民营企业创造平等竞争机会，支持民间资本股权占比高的社会资本方参与PPP项目。

不久前，财政部等四部门联合印发《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式的通知》，通知明确，总体目标是政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施PPP模式。有序推进存量项目转型为PPP模式。尽快在该领域内形成以社会资本为主，统一、规范、高效的PPP市场，推动相关环境公共产品和服务供给结构明显优化。

京都律师事务所高级合伙人刘敬霞对《经济参考报》记者表示，环保PPP项目预期将会长足发展，而且范围有望继续扩大，跨界产业资本不断进入环保领域并出现了新的发展趋势和产业托底的新特点。地方政府在推动环保PPP项目上的热情仍然很高。

大岳咨询总经理金永祥指出，近年来，环境问题已经成为新型城镇化中的重要问题。城市黑臭水体、河道污染等环境污染也已经到了不得不治理的地步。因此，地方政府推出了大量的环保PPP项目。未来环保PPP领域还会有很大的发展前景。

他指出，以前的项目都是单体环境治理项目，比如一个污水处理厂、垃圾焚烧厂等，这些项目一般投资规模几亿元，而现在的环保PPP项目基本上都是综合性的环境整治项目，投资规模都比较大，比如一条河流的治理，投资都是几十亿元甚至上百亿元，环境治理的概念已经发生了变化。而且，环境治理的项目比较复杂，比如区域内的流域治理，有很多设施必须要同时规划、同时投资建设并管理，除了污染治理外，与其相关的一些设施都放进项目中。

据《经济参考报》

多地叫停共享电动自行车 交通部重申不鼓励发展

近日，杭州等多地叫停共享电动自行车。对此，在9月21日的例行新闻发布会上，交通运输部新闻发言人吴春耕表示，《关于鼓励和规范互联网租赁自行车发展的指导意见》明确提出“不鼓励发展互联网租赁电动自行车”，因为当前市场上投放的互联网租赁电动自行车普遍超标、容易发生交通事故、火灾隐患突出、车辆运行安全风险高、电池污染问题严重，建议各地审慎对待，从严掌握。

摩拜、ofo们的火热，催生了另一种交通工具共享化运营的面世——电动自行车。从今年年初开始，北京、上海等地陆续出现了“小蛮车”“电斑马”“7号电单车”等各种共享电单车，使用方法与共享单车相似。

但想象中的火热似乎并没有到来。今年5月，上海叫停共享电单车，并对已上路的6万辆车进行相应处理。5月27日，郑州市公安局、交通运输委员会、城市管理局、工商行政管理局、质量技术监督局、环保局共6家单位，对在该市开展共享电动自行车业务的相关公司负责人进行约谈，要求立即停止运营行为。

9月15日出台的《北京市鼓励规范发展共享自行车的指导意见(试行)》提出，综合考虑骑行安全和停放秩序、道路通行条件、充换电配套设施安全等因素和公共服务等特性，明确不发展电动自行车作为共享自行车。

而杭州也于2017年4月，制定了《杭州市促进互联网租赁自行车规范发展指导意见(试行)》，明确规定杭州暂时禁止发展互联网电动自行车。日前，杭州相关管理部门对在杭州

提供租赁电动自行车业务的5家平台企业进行了约谈，要求停止运营，在限定时间内，自行对本平台车辆进行清理并暂时退出杭州市场。对逾期不清理且未退出的，将开展专项整治。

不过，共享电动自行车仍在进驻西安、长沙等城市。其中，学校等成为主要投放区。例如，名为“萌小民”的共享电单车在中南大学、湖南大学、湖南师范大学、湖南中医药大学、湖南工业职业技术学院等高校共投放了300多辆。

吴春耕表示，“不鼓励发展互联网租赁电动自行车”的政策建议是经过反复论证和分析的，主要有这几个方面的考虑：一是车辆普遍超标，市场上投放的互联网租赁电动自行车普遍不符合《电动自行车通用技术条件》标准要求。

二是容易发生交通事故，骑行人不固定，且多数未经过专门的交通安全教育和驾驶培训，加上电动自行车自重、速度快，发生事故会带来较大伤害和损失。三是火灾安全隐患突出，互联网租赁电动自行车存取点充电、消防等配套设施建设不到位，充电过程和露天停放影响电池安全，存在较大消防安全隐患。四是车辆运行安全风险高，如车辆保养维护管理不及时、不到位，极易出现隐患车辆上路行驶。五是电池污染问题严重，主要使用铅酸蓄电池等，大量废旧电池被随意拆解，严重影响环境等。

他介绍说，对于已发展互联网租赁电动自行车的城市，建议深入研究论证，充分听取各方意见，完善配套政策制度，依法依规加强管理，防范各类问题和隐患，确保安全出行。

据《经济参考报》

